

24. ПОНЯТИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Международная экономика может рассматриваться на макро и микроуровне. На микроуровне – это анализ тарифов, торговли конкретными товарами и услугами, международного перемещения факторов производства и т.п. На макроуровне мы, прежде всего, говорим о том, в какой среде происходит торговля между странами и их экономическими субъектами.

Кроме движения товаров и денег, в мировой экономике происходит перемещение финансовых ресурсов. Эти потоки включает в себе *международная валютно-финансовая система*. С одной стороны, она включает условия выдачи кредитов правительствами одних стран и международными организациями другим странам, а также условия торговли валютой, ценными бумагами и другими финансовыми инструментами. Это *финансовые* элементы системы. С другой стороны, в нее входят валюты разных стран, условия их взаимной конвертируемости, валютные курсы и т.п. Это *валютные* элементы системы. В дальнейшем мы будем рассматривать именно валютную систему, как международную, так и национальную.

Международная валютно-финансовая система включает национальные валютно-финансовые системы и специализированные международные финансовые институты – организации, которые учреждаются для осуществления регулирования и мониторинга процессов, происходящих в мировой экономике. В национальную валютную систему входит национальная валюта (или валюты, ее замещающие), режим валютного курса, существующая валютная практика, а также степень конвертируемости валюты. Основными международными организациями являются Международный валютный фонд (МВФ), Всемирный банк (ВБ), Организация объединенных наций (ООН) и Всемирная торговая организация (ВТО). Эти организации осуществляют международное регулирование и мониторинг макроэкономической, структурной, социальной и торговой политики соответственно. Мы остановимся на международной валютной системе, рассмотрим ее эволюцию, составляющие и их характеристики.

Эволюция международной валютной системы

Обычно выделяют три периода развития валютной системы:
золотой стандарт (1880 – 1914, 1925 – 1931);

золотовалютный стандарт, или Бреттон-вудская система (1944 – 1973);

валютный стандарт, или Ямайкская валютная система (1978 – настоящее время).

Валютные системы, существовавшие в каждый из этих периодов, отличаются по инструменту урегулирования дисбалансов в международных платежах. Рассмотрим их эволюцию.

Система золотого стандарта предусматривала фиксирование курса каждой валюты к золоту в рамках так называемых “валютных точек”, за которые курс не должен был отклоняться (эти точки определялись стоимостью транспортировки золота между двумя конкретными странами). Если экспорт сильно превышал импорт, спрос на валюту данной страны был слишком высок и ее курс превышал верхнюю границу такого коридора (т.е. унция золота стоила дороже, чем устанавливалось), то приток золота возвращал стоимость золота обратно в рамки коридора. Напротив, если страна импортировала значительно больше, чем экспортировала, то золото дешевело, и происходил его отток из страны.

Золотой стандарт был возможен в условиях макроэкономической стабильности и синхронности экономического развития стран, входящих в эту валютную систему. Он распался во время первой Мировой войны, потом возобновился еще на 6 лет, но Великая депрессия и порожденная ей и I Мировой войной нестабильность привела к окончательному отходу от этой системы.

В 1944 г. США, Великобритания и еще ряд стран в целях создания новой международной валютной системы основали Международный валютный фонд. Его первоначальными функциями были содействие стабильности валютных курсов и сбалансированному росту международной торговли, координация валютной политики, организация системы международных платежей, предоставление временного финансирования для корректировки временных дисбалансов и поддержания стабильного развития мировой экономики. Учреждение МВФ считается началом создания системы золотовалютного стандарта. В рамках этой системы курс американского доллара был установлен 35 долларов за унцию золота, которое было официальным платежным средством между МВФ и его членами и выполняло функцию мировых денег. Курсы валют остальных стран привязывались к золоту прямо или через доллар должны были поддерживаться в рамках этого паритета с возможностью отклонения от него на 1%. Кроме того, должна

была обеспечена конвертируемость фунта стерлингов и доллара США в золото.

Однако послевоенный период характеризовался бурным ростом экономик многих стран, который изменил структуру их экономик и мировой экономики. Система фиксированных курсов в этих условиях не могла оставаться неизменной, и после расширения коридора до $\pm 2,25\%$, который продержался всего год, она прекратила свое существование.

В 1978 г. во время Ямайского заседания Временного комитета МВФ была принята вторая поправка к Статьям соглашения МВФ. В нее вошли основные принципы функционирования современной валютной системы (как мы видим, она оказалась весьма устойчивой, просуществовав уже 23 года). Причина ее устойчивости в том, что страны получили возможность использовать любой режим валютного курса (плавающий или фиксированный), а золото превратилось в обыкновенный товар, т.к. была отменена его официальная цена. По сути дела, уже созданную стихийно систему закрепили в международных договоренностях. В качестве резервного актива в новой валютной системе может выступать любая свободно конвертируемая валюта.

24.1 ПОНЯТИЕ И ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ВАЛЮТНОГО КУРСА

24.1.1. ПОНЯТИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА. ВИДЫ КОТИРОВОК

Валютный рынок является частью национальной валютно-финансовой системы. На этом рынке в качестве товара выступает иностранная валюта, в качестве цены – валютный курс. Следовательно, по аналогии с простым определением цены, валютный (или обменный) курс – это цена единицы национальной валюты, выраженная в иностранной валюте.

Такое выражение валютного курса (например, 67 центов за 1000 белорусских рублей, BYR) получило название *прямой котировки*. Такой вид котировки принят в большинстве стран мира. В Беларуси, России и других странах с переходной экономикой часто используется *обратная*, или *косвенная котировка* – выражение единицы иностранной валюты в национальной валюте (например, тот же валютный курс можно записать как 1500 белорусских рублей за доллар).

Наконец, курсы двух валют можно выражать через их курс по отношению к третьей валюте. Такая ситуация носит название *кросс-котировки*, или *кросс-курса*. Если, например, 1000 BYR стоит 0,67 долларов США (USD) или 1,33 немецких марки (DM), то мы можем посчитать, что 1 USD стоит 2 DM, или $1 \text{ DM} = 0,5 \text{ USD}$.

Такие виды котировок, как правило, отличаются только способом записи. Т.е., например, если косвенная котировка белорусского рубля – 1500 BYR/USD и 700 BYR/DM, а кросс-курс составляет 2 DM/USD, значит, выгодно покупать доллары за немецкие марки, чтобы продать их за белорусские рубли, снова купить марки и т.д. Очевидно, что спрос на немецкую марку возрастет и ее стоимость в белорусских рублях увеличится до 750 рублей за марку, т.е. до такой величины, когда спекуляция станет невозможна.

Виды котировок могут различаться в зависимости от времени совершения сделки по купле-продаже валюты. Курс, который мы видим в обменных пунктах, т.е. по которому мы можем продать и купить валюту в настоящий момент времени, называется курсом *spot* (как правило, срок поставки валюты по курсу *spot* равен двум рабочим дням). Если же мы заключаем сделку на покупку (продажу) валюты в какой-то момент времени в будущем, то курс, о котором мы договариваемся, называется *форвардным* курсом.

24.1.2. УСТАНОВЛЕНИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА. СПРОС НА ВАЛЮТУ

Мы уже сказали, что валютный курс – это аналог цены на рынке, где в качестве товара выступают валюты разных стран. Для того чтобы понять механизм формирования валютного курса, необходимо рассмотреть, что формирует спрос и предложение на валютном рынке.

Рассмотрим валютный рынок Беларуси. Предположим, что единственная иностранная валюта для Беларуси – это американский доллар. Эта валюта – товар, на который предъявляется спрос. Спрос на валюту предъявляют граждане, фирмы, органы государственного управления (в частности, Национальный банк). Можно выделить несколько целей приобретения валюты.

Для оплаты импорта (например, белорусские предприятия, производящие товар с использованием иностранных материалов, вынуждены купить валюту, чтобы рассчитаться за импорт этих материалов). Сюда же можно отнести спрос на валюту для зарубежных поездок.

Для страхования валютных рисков. Выделяются две ситуации: *длинная позиция*, когда у индивида есть долгосрочные активы в иностранной валюте (например, он должен выплатить через месяц определенную сумму в долларах, но курс доллара может вырасти, поэтому индивид страхуется и покупает необходимую сумму сразу, не дожидаясь срока платежа). *Короткая позиция* связана с владением иностранной валютой в большем объеме, чем она требуется в краткосрочном периоде. Например, если индивид располагает определенной суммой в долларах, которая ему в ближайшее время не нужна для совершения каких-либо сделок, то в случае, если он не уверен в стабильности доллара (а в устойчивость национальной валюты он верит), он будет страховать и продавать валюту. По-другому страхование валютных рисков называется *хеджированием*.

Для валютных спекуляций. Если индивид уверен, что иностранная валюта в будущем подешевеет (подорожает), то он будет открывать длинную (короткую) позицию в этой валюте. Т.е., если индивид ожидает подорожания валюты в будущем, он будет покупать иностранные активы в этой валюте (в т.ч. саму валюту), иначе – продавать их.

Спрос на валюту – эта сумма белорусских рублей, которая предназначена экономическими субъектами для покупки иностранной валюты. Упрощенно мы можем представить спрос равным импорту¹.

Предложение на валютном рынке формируется за счет таких источников поступления иностранной валюты как экспорт, иностранные инвестиции (прямые и портфельные), трансферты иностранных государств и международных финансовых организаций, поступления от продажи валюты белорусскими гражданами и иностранными туристами и т.п. Оно представляет собой рублевый эквивалент той суммы иностранной валюты, которую экономические субъекты предназначают для продажи. Для простоты предположим, что оно равно экспорту.

Валютный курс как цена иностранной валюты “расчищает” рынок, т.е. уравнивает спрос и предложение. Если спрос больше (меньше) предложения, то на рынке будет излишек (дефицит) валюты, и обменный курс будет возрастать (снижаться)². Графически спрос и предложение представлены на рис. 1.

¹ Для обозначения спроса мы будем использовать букву D, предложения – S, импорта и экспорта – соответственно M и X.

² Вспомним, что мы употребляем термин обменный курс для прямых котировок, т.е. обменный курс национальной валюты выражается в единицах иностранной валюты, например, 0,6667 доллара за 1000 белорусских рублей.

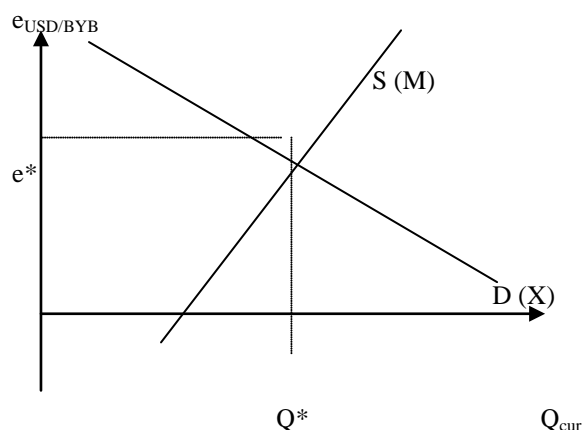


Рис. 24.1. Спрос и предложение на валютном рынке. Равновесные значения обменного курса и оборота валютного рынка отмечены *

Процесс расчищения рынка, т.е. уравнивания спроса и предложения, по-другому называется *клирингом рынка*.

Клиринг происходит вне зависимости от того, вмешивается государство в процесс функционирования валютного рынка или нет. Формы его вмешательства могут быть разными. Во-первых, правительство может решить ввести дополнительное ограничение на денежно-кредитную политику, и фиксирует курс. Эта мера дисциплинирует правительство. Во-вторых, оно может придерживаться практики множественности валютного курса, устанавливая специальные валютные курсы для определенных групп товаров или на определенных сегментах валютного рынка (например, вынуждает экспортеров продавать их валютную выручку по завышенному официальному курсу, тем самым, формируя официальный сегмент валютного рынка). В-третьих, правительство может осуществлять косвенное регулирование обменного курса, регулируя экспорт и импорт. Рассмотрим каждое из этих направлений государственного регулирования валютного рынка и их последствия.

РЕЖИМЫ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Существует множество режимов валютного курса. Курс может абсолютно жестко фиксироваться по отношению к иностранной валюте или корзине валют (валютный комитет), может устанавливаться совершенно свободно (чистое, или свободное плавание), либо занимать промежуточную позицию. Некоторые типы режима валютного курса представлены на рис. 24.2.

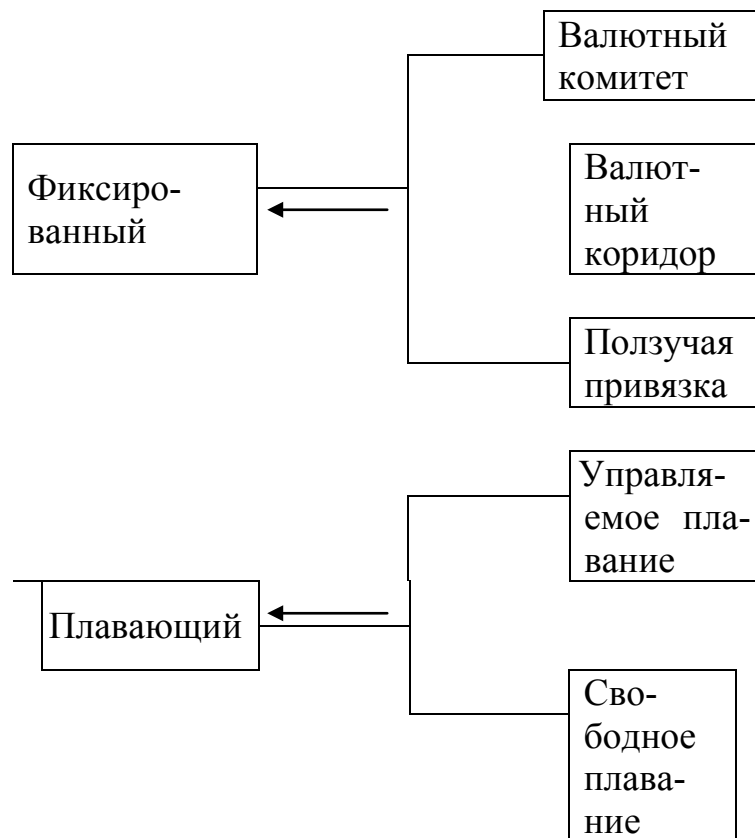


Рис. 24.2. Некоторые типы режимов валютного курса.

Источник – Fisher S. *Devaluation and inflation*, from Dornbusch et al. *The Open Economy*, p. 113.

Режимы обменного курса (исходя классификации на рис. 2), которые применялись в разных странах с переходной экономикой по состоянию на 1998 г., представлены в таблице 24.1.

Таблица 24.1.
Режимы обменного курса в странах с переходной экономикой

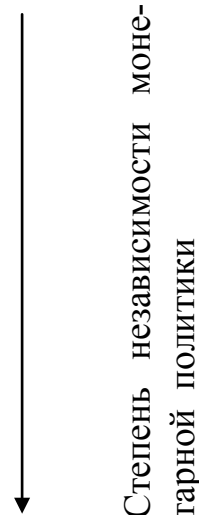
Фиксированный	Плавающий
Болгария(*)	Албания
Эстония(*)	Хорватия
Латвия	Чехия
Литва(*)	Венгрия
Словакия	Македония
	Польша
	Румыния

Примечание: всего 25 стран: 10 в Центральной и Восточной Европе, Прибалтика и СНГ. (*) отмечены страны, в которых действует валютный комитет

Источник – Fisher S., Sahay R. *The Transition Economies After Ten Years*

Режимы валютного курса могут быть классифицированы по степени гибкости (они расположены на оси между крайностями “валютное замещение” – “свободное плавание”), по количеству валют, к которым привязывается курс (к одной или нескольким валютам). По критерию гибкости можно выделить следующие виды валютного курса.

- А) Фиксированный обменный курс:
Валютное замещение (зона оптимальной валюты);
Валютный комитет;
Валютный коридор;
Ползучая привязка.
Последний тип наиболее близок к плавающему обменному курсу.
- Б) Плавающий обменный курс:
Корректируемый валютный курс;
Управляемое плавание;
Свободное плавание.



Чем ближе курс к свободному плаванию, тем меньше обязательств по удержанию курса на зафиксированном уровне берет на себя центральный банк, и тем большую свободу действий он может себе позволить.

Валютное замещение – ситуация, когда страна использует в качестве законного платежного средства валюту другой страны. Как правило, эта валюта страны – торгового партнера. Монетарная политика полностью привязывается к монетарной политике страны, чья валюта используется в качестве законного платежного средства. Переход на национальную валюту в такой ситуации связан с большими транзакционными издержками (необходимо, во-первых, напечатать эту валюту, во-вторых, заставить население поверить в ее устойчивость).

Валютный комитет – привязка национальной валюты к иностранной валюте (или корзине валют). При этом резервы иностранной валюты (чистые иностранные активы) в пересчете по этому курсу должны быть равны денежной массе. Трансакционные издержки перехода к более гибкому режиму незначительны, поэтому такой режим стоит на втором месте по степени независимости национальной монетарной политики. Он позволяет очень быстро избавиться от инфляции, т.к. увеличение денежной масс не возможно без одновременного повышения величины резервов.

Валютный коридор – установление *центрального паритета* валютного курса и границ отклонения от него. Позволяет проводить относительно гибкую монетарную политику в рамках этих границ.

Ползущая привязка – курс *девальвируется* на величину превышения внутренних темпов инфляции над темпами инфляции в стране, к валюте которой мы осуществили привязку. *Корректируемый валютный курс* учитывает разницу в динамике более широкого спектра макроэкономических показателей.

Управляемое плавание – установление валютного курса центральным банком, но с его частым изменением с учетом колебаний платежного баланса, денежной массы и пр. Позволяет приспосабливать валютный курс к изменениям монетарной политики и макроэкономической ситуации.

Свободное плавание – установление обменного курса на уровне, уравнивающем спрос и предложение на валютном рынке. Автоматически корректирует платежный баланс и приспосабливается к изменениям макроэкономической ситуации. Поскольку никак не сдерживает центральный банк, существует возможность больших потерь экономических субъектов в случае резкого изменения проводимой монетарной политики, внешнего или внутреннего шока. Альтернативный режим – *грязное плавание*, когда курс устанавливается на рынке, а последствия шоков сглаживаются посредством *валютных интервенций* (т.е. покупки или продажи валюты) центрального банка.

Кроме перечисленных типов режима валютного курса, можно выделить т.н. *оптимальные валютные зоны (пространства)* – такой режим валютного курса, когда между группой стран существует система фиксированных валютных курсов, а со странами, не входящими в эту группу – плавающие валютные курсы. Такой режим вынуждает страны, входящие в оптимальную валютную зону, осуществлять скоординированную монетарную политику по отношению друг к другу.

Примером (в недавнем прошлом) такого режима обменного курса был Европейский Союз.

Изменение величины обменного курса

Следует различать изменение стоимости национальной валюты (т.е. величины обменного курса) в случаях, когда курс является фиксированным и плавающим. Удешевление (удорожание) национальной валюты в случае фиксированного валютного курса называется *девальвацией* (*ревальвацией*). Удешевление (удорожание) национальной валюты в случае плавающего валютного курса называется *обесценением* (*подорожанием*). Графически явления девальвации и обесценения представлены на рис. 24.3 (а) и (б).

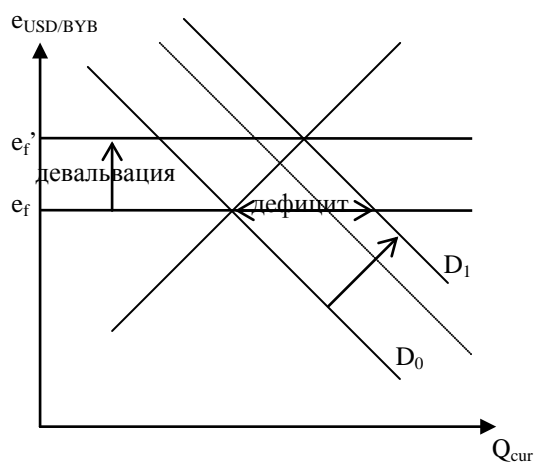


Рис.24.3 (б). Увеличение спроса с D_0 до D_1 приводит к дефициту, который исчезает только после девальвации

Изменение стоимости валюты может быть вызвана сдвигом спроса или предложения. Увеличение (снижение) спроса при восходящей кривой предложения вызовет обесценение (удорожание) национальной валюты. Увеличение (уменьшение) предложения приведет к ее удорожанию (обесценению). Колебания спроса и предложения могут быть временными, когда их значения через некоторое время восстанавливаются до прежнего уровня, или носить фундаментальный характер, т.е. быть необратимыми. Можно выделить следующие факторы изменения спроса и предложения на валютном рынке.

А. Спрос

Изменения спроса, вызванные изменением величины денежной массы. Если национальной валюты в обращении становится больше, то увеличивается ее сумма, предназначенная экономическими субъекта-

ми для покупки валюты. Этим фактором объясняется практически вся история удешевления белорусского рубля.

Изменения спроса, вызванные ожиданиями экономических субъектов. Могут носить как временный, так и необратимый характер. Например, снижение курса доллара в России после террористических актов 11 сентября 2001 г., т.к. произошло снижение спроса, вызванное негативными ожиданиями по поводу американской экономики³. (Естественно, величина экономического ущерба от террористических актов была не столь значительной, чтобы привести к экономическому кризису всей страны, поэтому такое снижение спроса было кратковременным.) Если же ожидания окажутся подтвержденными реальными фактами (например, ожидалось, что денежная масса вырастет, и она действительно увеличивается), то изменения стоимости валюты будут носить необратимый характер. Отличие от предыдущего пункта состоит в том, что оно произойдет раньше, чем в отсутствие таких ожиданий.

Б. Предложение

Изменения спроса, вызванные изменением стоимостных объемов экспорта (или валютной выручки, поступающей в страну). Также может быть устойчивым или временным. Например, либерализация внешней торговли может резко увеличить экспорт, а также вывести из теневого обращения часть иностранной валюты. Тем самым, ее предложение вырастет и обменный курс подорожает. Это произошло в Беларуси в 2000 – 2001 гг., когда внешняя торговля и валютный рынок были несколько либерализованы: резко возросло поступление валютной выручки на счета субъектов хозяйствования в банках, а также несколько увеличился экспорт⁴. Временное удорожание курса вследствие роста экспорта возможно, если обусловленный увеличением экспорта рост национального дохода приведет к росту спроса на импортные товары. Тогда спрос на валюту для импорта возрастет, и курс вернется к своему прежнему значению.

Изменение предложения, обусловленное ожиданиями экономических субъектов. Уже упоминавшийся в пункте А2 пример: временное удешевление доллара произошло за счет роста предложения, вызванного продажей населением запасов валюты.

³ Конечно, падение курса в данном случае носило спекулятивный характер, поскольку открылась хорошая возможность для манипуляций общественным мнением в пользу неустойчивости американской экономики. Как мы видели, спустя 2 дня курс нормализовался.

⁴ Правда, удорожания белорусского рубля не произошло, т.к. спрос на валюту, вызванный ростом денежной массы, возрастал быстрее ее предложения.

Помимо изменения внутренней экономической политики и ожиданий экономических субъектов, на валютный курс могут влиять внешние шоки (однако изменение валютного курса все равно происходит из-за сдвига кривых спроса и/или предложения). Например, резкая девальвация российского рубля в сентябре – декабре 1998 г. привела к столь же быстрому обесценению белорусского рубля (и девальвации его официального курса).

Врезка 1 Валютные практики

Рассмотрим пример из недавней экономической истории Беларуси. К концу 1995 г. рост доходов населения и увеличение денежной массы привели к росту спроса на валюту, реальный курс которой оказался заниженным (т.е. корзина товаров за рубежом стоила слишком дешево). Номинальный курс белорусского рубля в то время был фиксированным и требовал девальвации. Однако белорусские власти отказались девальвировать курс, что привело к необходимости распродать все резервы иностранной валюты (чистые иностранные активы), а затем – к появлению “черного” рынка, на котором курс рубля был ниже, чем официальный. Январь 1996 г. принято считать возобновлением *множественной валютной практики* в истории белорусской монетарной политики. Такая практика предполагает существование нескольких сегментов валютного рынка, на каждом из которых существует свой обменный курс, в отличие от *практики единого курса*, когда существует единый валютный рынок с единственным курсом (либо обменные курсы на этом рынке различаются незначительно, в пределах 2%).

Множественная валютная практика, как правило, сопровождается обязательной продажей валюты по завышенному номинальному курсу. Разница между рыночным и официальным курсами – это скрытый налог на экспортеров и субсидия тем импортерам, которые покупают валюту по официальному курсу. Поскольку и налоги, и субсидии порождают потери экономической эффективности, множественная валютная практика приводит к потерям благосостояния из-за перераспределения части валютной выручки от экспортеров к импортерам.

Негативное влияние множественности курсов на экономику привело к тому, что в середине сентября 2000 г. Национальный банк объявил переход на единый обменный курс на всех сегментах валютного рынка. Такая валютная практика применяется в Беларуси по настоящее время.

Остановимся на причинах, по которым монетарные власти (Национальный банк) вынуждены девальвировать или осуществлять ревальвацию национальной валюты. Для этого нам необходимо рассмотреть понятие *реального обменного курса* и *платежного баланса*.

24.2. РЕАЛЬНЫЙ И НОМИНАЛЬНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС

До сих пор мы говорили о номинальном обменном курсе, т.е. простом выражении стоимости единицы одной валюты в другой валюте. Однако величина номинального обменного курса не несет для нас никакой информации, кроме той, что мы можем получить за наши рубли определенное количество долларов или наоборот. Мы уже упоминали о том, что спрос на валютном рынке можно принять тождественным импорту, а предложение – экспорту. В случае плавающего курса его изменения происходят автоматически вслед за изменениями экспорта и импорта, а в случае фиксированного – нет. Следовательно, изменение фиксированного обменного курса приведет к изменениям экспорта и импорта. Рассмотрим, почему это произойдет.

Предположим, Национальный банк Республики Беларусь девальвирует белорусский рубль *относительно* российского рубля. Это значит, что за то же самое своей валюты россияне могут купить больше белорусских рублей, а значит (*при прочих равных*), больше белорусских товаров. Спрос на белорусские товары в России возрастет, т.е. увеличится экспорт из Беларуси в Россию. Обратное действие (ревальвация) приведет к снижению белорусского экспорта в Россию и увеличению импорта российских товаров в Беларусь.

В этих рассуждениях два ключевых слова – “относительно” и “при прочих равных”. Допустим, что в течение месяца произошла ревальвация белорусского рубля по отношению к российскому рублю на 1% и к доллару США – на 2%. За этот же месяц инфляция в Беларуси выросла на 2%, в России – снизилась на 1,5%, в США – выросла на 0,1%. Следовательно, белорусские товары подешевели для россиян на 1% (2% инфляции – 3% ревальвации), для американцев – на 0% (2% инфляции – 2% ревальвации). Однако собственные товары для россиян стали дешевле на 1,5%, а для американцев подорожали на 0,1%. Очевидно, что белорусские товары стали *относительно* дороже для россиян и *относительно* дешевле для американцев. Дополнительная информация об уровне цен с разных странах и *сопоставление* ее для

разных стран позволяет оценить действительное влияние изменений валютного курса на национальный экспорт и импорт.

Такое сопоставление подводит нас к определению реального обменного курса. *Реальный валютный курс* – это номинальный курс, пересчитанный с учетом инфляции в домашней стране и той стране, к которой котируется национальная валюта. Если обозначить номинальный курс через e , а реальный – через ε , то реальный валютный курс будет равен

$$\varepsilon = e \cdot (P_f / P_d),$$

где P_f и P_d – темпы роста (т.е. индексы) цен в зарубежной и домашней стране, соответственно. Поскольку индексы цен считаются для одинаковых корзин товаров, то реальный валютный курс оценивает соотношение стоимости такой корзины в зарубежной стране (переведенной в национальную валюту по номинальному курсу) по отношению к ее стоимости в домашней стране. Зная реальный курс, мы можем сказать, в какой стране в среднем дешевле покупать товары и услуги.

Таким образом, мы уже знаем, что колебания обменного курса оказывают влияние (и находятся под влиянием) широкого спектра макроэкономических показателей, которыми определяется спрос и предложение на валютном рынке. Т.е. стабильный валютный курс невозможен при динамично изменяющихся макроэкономических показателях. Следовательно, для достижения равновесия на валютном рынке важно достижение макроэкономического равновесия.

Равновесие экономики на макроуровне

Такой подход носит название теории макроэкономического баланса. В соответствии с ним, на макроуровне должен соблюдаться внутренний и внешний баланс. Внутренний баланс означает, что в экономике существует низкий уровень инфляции и незначительная безработица (или полная занятость), т.е. совокупный спрос равен долгосрочному совокупному предложению ($AD = LRAS$). Внешний баланс означает, что сбережения в экономике должны быть равны инвестициям. Если переписать основное макроэкономическое тождество $Y = C + I + G + X - M$ как $I - (Y - C - G) = M - X$, то разность $M - X$ будет характеризовать сальдо внешнего баланса, или величину, необходимую для уравнивания национальных сбережений и инвестиций.

Макроэкономическое равновесие в экономике – это одновременное достижение внутреннего и внешнего баланса (совокупный спрос равен совокупному предложению, национальные сбережения равны

внутренним инвестициям). На рис. 4 дано графическое представление макроэкономического баланса.

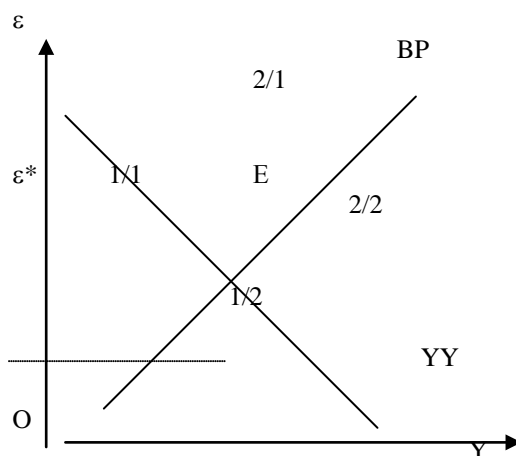


Рис.24.4. Макроэкономический баланс. Точка пересечения линий YY и BP(макроэкономический баланс) соответ-

Поскольку нас интересует установление обменного курса, то график макроэкономического баланса строится в осях “реальный обменный курс” (ϵ) и “внутренний спрос” (Y). Линия внутреннего баланса имеет отрицательный наклон, т.к. по мере удешевления реального курса (движение вверх от линии YY) величина спроса на отечественные товары будет уменьшаться (т.е. часть внутреннего спроса перемещается на импортные, ставшие более дешевыми, товары). Линия внешнего баланса имеет положительный наклон, поскольку по мере роста величины внутреннего спроса (движение вправо от линии BP) внешний баланс нарушится, и будет сводиться с отрицательным сальдо. Чтобы восстановить внешний баланс, потребуется удешевление реального курса, равносильное относительно удорожанию отечественных товаров. Обратим внимание, что в первой ситуации происходит удаление от линии внешнего баланса (начиная из точки E), а во второй – от внутреннего. Это означает, что существует единственное макроэкономическое равновесие.

Всего при таком подходе возможно 9 различных ситуаций.

4 ситуации – любые точки в областях 1/1 – 2/2 (не достигнут ни внутренний, ни внешний баланс),

2 ситуации – все точки на линии YY в областях */1 и */2 (достигнут внутренний баланс, но существует положительное (*/1) или отрицательно (*/2) сальдо внешнего баланса),

2 ситуации – все точки на линии ВР в областях 1/* и 2/* (достигнут внешний баланс, но существует безработица (1/*) или инфляция (2/*))
в точке пересечения линий YY и ВР – макроэкономический баланс.

Области, находящиеся правее линии YY (области 2/*), означают слишком высокий для текущего производства и реального курса внутренний спрос и характеризуются наличием инфляции. Левее этой линии находятся области (1/*), в которых внутренний спрос слишком низкий, поэтому они характеризуются безработицей. Все точки, лежащие правее линии ВР (*/2), характеризуются отрицательным сальдо внешнего баланса, т.к. реальный курс национальной валюты завышен и экспорт превышает импорт. Точки, находящиеся правее ВР, характеризуются заниженным курсом, а, следовательно, положительным сальдо внешнего баланса (область */1).⁵

Итак, в соответствие с подходом макроэкономического баланса реальный равновесный обменный курс достигается при одновременном установлении внутреннего и внешнего баланса, т.е. когда нет силы, которая оказывала на него повышающее или понижающее влияние. Однако этот подход не позволяет предсказать краткосрочных колебаний валютного курса, т.к. учитывает только серьезные структурные сдвиги в экономике и их влияние на спрос, а, следовательно, на валютный курс. Его точный расчет слишком сложен, в то время как основными факторами реального курса являются экспорт и импорт. Установление реального курса как результата изменений экспорта и импорта изучает подход с позиций платежного баланса.

ПОДХОД С ПОЗИЦИЙ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Фактически, этот подход был рассмотрен выше, когда мы говорили о валютном курсе как показателе, который определяется совокупным спросом и предложением валюты. Мы уже говорили о том, что

⁵ Обычно, когда говорят, что курс валюты завышен, имеется в виду, что она слишком дорогая. Однако поскольку мы рассматриваем реальный курс, как стоимость корзины товаров за рубежом разделить на стоимость этой корзины внутри страны, то завышенный обменный курс означает слишком дорогие зарубежные товары, следовательно, благотворно влияет на национальный экспорт.

приближенно можно рассматривать спрос равным импорту, а предложение – экспорту. Если экспорт растет, то повышенное предложение иностранной приводит к удорожанию валюты национальной; если импорт увеличивается, то происходит ее удешевление, т.к. растет спрос на иностранную валюту. Таким образом, устойчиво отрицательное значение чистого экспорта в долгосрочном периоде должно приводить к удешевлению национальной валюты.

Однако этот подход имеет ряд недостатков. Как и подход макроэкономического баланса, он пригоден для объяснения поведения реального курса в долгосрочном периоде. Во-вторых, *платежный баланс* содержит не только потоки товаров и услуг, но также капитала, а они изменяются под влиянием других факторов (например, процентных ставок). Существует еще несколько теорий объяснения реального обменного курса – теория *паритета покупательной способности* и *паритета процентных ставок*.

Теории паритета покупательной способности и паритета процентных ставок

Паритет покупательной способности (ППС) – это равенство покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой стране. Теория ППС прошла три этапа: *закон единой цены*, *абсолютного ППС* и *относительного ППС*. На первом этапе предполагалось, что если товар является *торгуемым* и стоит дешевле в одной стране, то его будут покупать в этой стране и продавать там, где он стоит дороже. Это приведет к росту спроса на валюту той страны, где он относительно дешев. Следовательно, обменный курс должен определяться из уравнения

$$e_{f/d} = P_f / P_d,$$

где P_f и P_d – это цена конкретного торгуемого товара в зарубежной и домашней стране соответственно.

Поскольку определение обменного курса из соотношения цен на каждый из множества торгуемых товаров проблематично и некорректно, появилась теория абсолютного ППС. В формуле, по которой определялся обменный курс, буква P стала обозначать не цену конкретного товара, а *уровень* цен в экономике.

Наконец, теория относительного ППС предполагает определение валютного курса исходя из следующего уравнения:

$$\pi_f - \pi_d = (e_1 - e_0) / e_0,$$

где π – это темпы инфляции в странах, e_1 – обменный курс в текущем периоде, e_0 – обменный курс прошлого периода. Т.е. темпы

удорожания обменного курса должны быть равны разности между темпами инфляции в зарубежной и домашней стране.

Паритет процентных ставок – теория, которая объясняет валютный курс через движение капитала. Предположим, что мы выбираем, в какой стране вложить деньги: России или Беларуси. Пусть реальная процентная ставка в Беларуси равна 3,5% в месяц, а в России – 3%. При этом ожидается, что курс белорусского рубля за месяц упадет на 0,7% по отношению к российскому рублю. Если вероятность возврата вкладов одинакова для обеих стран, то, вложив 100 RUB в России, мы через месяц получим 103 RUB или 1037,2 BYR при курсе 10 BYR/RUB. Вложив те же деньги в Беларуси, через месяц мы получим 1035 BYR или $1035/10,07 = 102,8$ RUB. Поскольку в России выгоднее вкладывать деньги, приток капитала туда снизит процентные ставки и повысит курс российского рубля. Этот процесс будет продолжаться до тех пор, пока не установится равенство, из которого определяется обменный курс:

$$r_f - r_d = (e_1 - e_0)/e_0,$$

где r – реальная процентная ставка. Таким образом, *паритет процентных ставок* – это такой уровень процентных ставок за рубежом и внутри страны, при которых равные по размеру вклады дают один и тот же процент в переводе на одну валюту.

Мы рассмотрели ряд теорий, которые объясняют поведение валютного курса в долгосрочном и среднесрочном периоде. Важным выводом является то, что обменный курс способен оказывать влияние на экспорт и импорт, следовательно, может использоваться как инструмент внешнеторговой политики. Чтобы увидеть его в этом качестве, рассмотрим понятие *платежного баланса*.

24.3. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС СТРАНЫ

Платежный баланс – это статистический отчет, в котором в соответствии с принятой классификацией приведены суммарные данные о внешнеэкономических операциях страны с внешним миром за определенный период времени.

Платежный баланс страны состоит из двух счетов: *счета текущих операций* и *счета операций с капиталом*. В первом счете отражается международное движение реальных материальных ценностей (в первую очередь товаров и услуг). Во втором счете отражаются источники финансирования движения этих ценностей. Кроме того, пла-

тежный баланс содержит статью “ошибки и пропуски”, которая характеризует ошибки в записи платежей или пропуски отдельных платежей в одних статьях при их включении в другие – т.е. статистическую погрешность расчетов.

По каждому счету информация отражается в столбцах “дебет”, “кредит” и “сальдо”. *Дебет* – это потоки ценностей и капитала в домашнюю страну с необходимостью последующей оплаты за эти ценности. *Кредит* – это потоки ценностей из экономики во внешний мир, средства за которые поступают в национальную экономику. *Сальдо* – это разность между кредитом и дебетом. При отрицательном сальдо говорят о *дефиците*, при положительном – о *профиците* того или иного счета (статьи).

Основным (для Беларуси) компонентом текущего счета является торговый баланс – сальдо торговли товарами. Наряду с балансом услуг (который отражает торговлю услугами) он формирует сальдо текущего счета, которое финансируется благодаря сальдо счета операций с капиталом. В свою очередь, счет операций с капиталом включает *счет операций с капиталом* и *финансовый счет*. Последний содержит статьи “прямые инвестиции”, “портфельные инвестиции”, “другие инвестиции” и “резервные активы”.

Прямые инвестиции – это вложения капитала, предполагающие прямое влияние инвестора-нерезидента на фирму-резидента, в которую осуществляются инвестиции. *Портфельные инвестиции* – это вложения капитала, не дающие такого права контроля. *Другие инвестиции* включают виды инвестиций, не вошедшие в прямые и портфельные. Последние две статьи разделяются на *активы* и *обязательства*.

Резервные активы представляют собой реальные (т.е. имеющиеся в наличии) международные высоколиквидные активы, которые контролируются государством и могут быть использованы для финансирования дефицита платежного баланса или регулирования обменного курса национальной валюты. Подробная структура платежного баланса с данными за 2000 г. для Беларуси представлена в таблице 24.2.

Таблица 24.2.

Платежный баланс Беларуси в 2000 г.

СТАТЬИ	КРЕДИТ	ДЕБЕТ	САЛЬДО
Счет текущих операций	8 183.4	8 345.3	-161.9
I. Товары и услуги	7 980.1	8 257.2	-277.1
Товары	6 986.8	7 824.9	-838.1
Услуги	993.3	432.3	561.0
II. Доходы	26.2	68.1	-41.9
III. Текущие трансферты	177.1	20.0	157.1
Счет операций с капиталом и финансовых операций	1 246.9	1 213.9	33.0
I. Счет операций с капиталом	111.3	69.4	41.9
1. капитальные трансферты	111.3	69.4	41.9
II. Финансовый счет	1 135.6	1 144.5	-8.9
1. Прямые инвестиции	90.1	0.2	89.9
1.1. за границу	0.1	0.2	-0.1
1.2. во внутреннюю экономику	90.0	0	90.0
2. Портфельные инвестиции	149.7	89.3	60.4
2.1. активы	19.4	12.0	7.4
2.2. обязательства	130.3	77.3	53.0
3. Другие инвестиции	868.9	952.5	-83.6
3.1. Активы	223.2	180.0	43.2
3.1.1. коммерческие кредиты	55.8	0.0	55.8
3.1.2. ссуды	3.6	0.3	3.3
3.1.3. наличные деньги и депозиты	144.0	134.2	9.8
3.1.4. прочие активы	19.8	45.5	-25.7
3.2. Обязательства	645.7	772.5	-126.8
3.2.1. коммерческие кредиты	0.0	92.3	-92.3
3.2.2. ссуды	496.6	441.2	55.4
3.2.3. счета и депозиты	8.7	53.4	-44.7
3.2.4. прочие обязательства	140.4	185.6	-45.2
4. Резервные активы	26.9	102.5	-75.6
Статистические расхождения			128.9
Общий баланс			0

Источник – данные Национального банка Республики Беларусь

Финансирование дефицита платежного баланса

Дефицит платежного баланса, как правило, формируется за счет дефицита текущего счета. Правительство вынуждено предпринимать шаги, чтобы сбалансировать платежный баланс. Для этого могут использоваться несколько механизмов:

обеспечение привлечения иностранных инвестиций;

снижение отрицательного сальдо текущего счета посредством девальвации курса;

использование резервных активов.

Как видно из таблицы 22.2, использование резервных активов для Беларуси не актуально, поскольку их величина существенно меньше нуля. Привлечение прямых иностранных инвестиций возможно при качественной макроэкономической политике, которая сможет гарантировать достаточно высокую отдачу на вложенный капитал. Привлечение портфельных инвестиций возможно при относительно высоких реальных процентных ставках в стране, что может ощутимым бременем долга лечь на будущие поколения.

Наконец, финансирование платежного баланса возможно при изменении обменного курса. Например, завышенный номинальный обменный курс стимулирует импорт и сокращает национальный экспорт. Следовательно, девальвация курса может стать действенным инструментом корректировки платежного баланса через снижение дефицита торгового баланса. Поведение сальдо торгового баланса описывается так называемой J-кривой (рис. 24.5.).

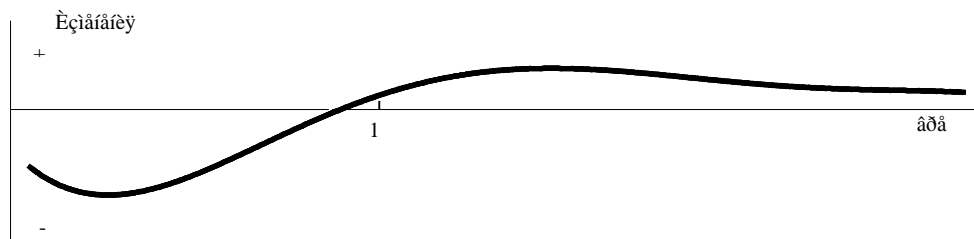


Рис.24.5. J-кривая. Источник – Линдерт П.

Мы видим, что после девальвации обменного курса торговый баланс сначала ухудшается, т.к. наш экспорт становится относительно дешевле, а импорт – относительно дороже. Со временем экспорт начинает быстро расти (поскольку отечественные товары стали относительно дешевле), а импорт – сокращаться. Со временем рост экспорта приведет к удорожанию курса национальной валюты, а также через рост национального дохода – к росту импорта, таким образом, торговый баланс восстановится.